

CitiWeekly

Czy wysoka inflacja zachęci banki centralne do działania?

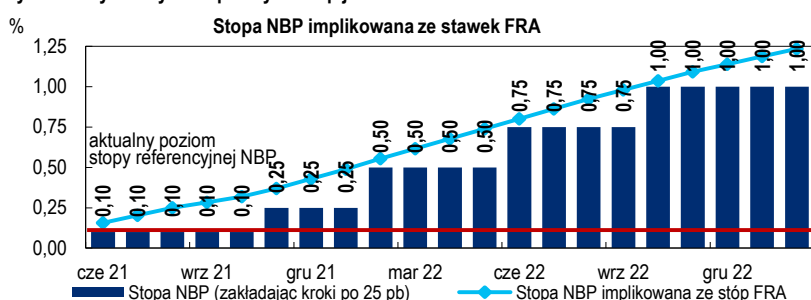
- Ostatnie dwa miesiące przyniosły szereg niespodzianek inflacyjnych w Polsce, regionie i w USA. W rezultacie uczestnicy rynku zaczęli rozważać czy te odczyty przyczynią się do szybszej reakcji ze strony banków centralnych.
- GUS potwierdził wstępny odczyt inflacji za kwiecień na poziomie 4,3% r/r. Szczegółowa struktura pokazała, że poza wysokim wzrostem cen paliw i cen żywności do wysokiego odczytu inflacji przyczyniły się także dalsze podwyżki opłat za wywóz śmieci, wzrost cen mebli, samochodów, usług transportowych i zorganizowanej turystyki krajowej. Inflacja towarów wzrosła do 3,6% z 1,9%, a inflacja usług obniżyła się do 6,8% z 7,3%. Wyższa inflacja dóbr trwałego użytku może być nieco zaskakująca, ale może też odzwierciedlać wpływ słabszego złotego i podwyższonych kosztów produkcji, który może utrzymywać się także w kolejnych miesiącach.
- Zdecydowaliśmy się podwyższyć nasz szacunek inflacji na ten rok zakładając, że inflacja może przejściowo przekroczyć 5%. Dane GUS potwierdziły, że tendencje inflacyjne z ubiegłego roku i wpływ podwyższonych kosztów firm wynikających z ograniczeń podaży na ceny mogą utrzymać także w tym roku. Poza wysokim wzrostem cen żywności i paliw, który może być kontynuowany w kolejnych miesiącach (prognoza Citi na ceny ropy ok. 70-74\$ w II poł. roku), na wysokim poziomie utrzymuje się inflacja netto (ok. 3,7%). Inflacja najprawdopodobniej zacznie stopniowo się obniżać dopiero w 2022 r., za sprawą wygaszania czynników przejściowych, choć wciąż pozostanie powyżej celu za sprawą mocnego popytu krajowego.
- Najnowsze dane GUS potwierdziły wzrost PKB już w I kwartale o 0,9% kw/kw (sa). W ujęciu rocznym skala spadku zmniejszyła się do -1,2% z -2,7% mimo trzeciej najsilniejszej fali epidemicznej i pomimo restrykcji. Oczekujemy, że w nadchodzących miesiącach stopniowa ekspansja gospodarcza będzie kontynuowana, a PKB wzrośnie w tym i kolejnym roku o odpowiednio ponad 4 i ponad 5%. O szybkiej reakcji konsumentów na znoszenie restrykcji świadczą dane PRCH, które pokazały bardzo szybki powrót kupujących do centrów handlowych (natężenie ruchu w tygodniu po otwarciu +42% r/r) niemal do poziomów sprzed pandemii.
- Sądzymy, że wysoka inflacja i szybkie ożywienie gospodarcze przyczynią się do szybszego rozpoczęcia zacieśniania polityki pieniężnej przez NBP (ok. II kw. 2022 r.) niż obecnie kształtują się preferencje większości członków RPP i niż wcześniej zakładaliśmy (III kw. 22 r.). Jednak wciąż będzie to najprawdopodobniej termin późniejszy niż zakłada rynek (IV kw. 21 r.). Sądzymy, że wzrost stawek FRA w reakcji na odczyt inflacyjny i wypowiedzi niektórych członków RPP o gotowości do podwyżek jest zbyt duży. Ostatnie ruchy rynkowe wskazują także, że zwiększona skala skupu obligacji przez NBP (ok. 8 mld z na ostatniej aukcji) nie musi ograniczyć wzrostu i wystromieniu krzywej rentowności, czemu sprzyja wysoka inflacja przy niskiej stopie referencyjnej.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
II KW 21	4,59	3,79	5,34	1,21	0,10	-0,50	-0,30	1,81
II KW 22	4,47	3,85	5,26	1,16	0,10	-0,50	-0,05	2,00

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 5.05. Pozostałe prognozy z 21.04.2021 r

Wykres 1. Rynek wycenia podwyżki stóp już w 2021 r.



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

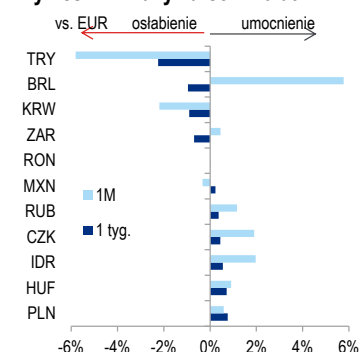
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

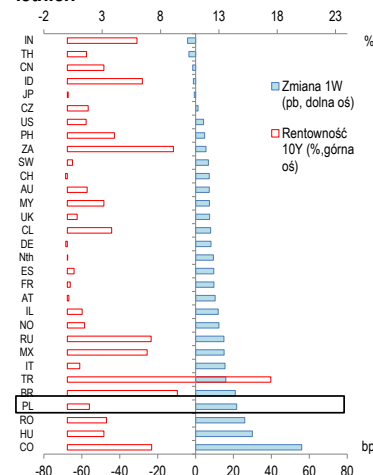
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 14.05.2021 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



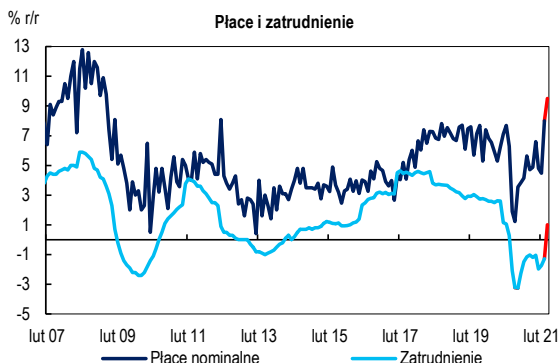
Według stanu na dzień 14.05.2021 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	4
- Tabela z prognozami	5

Tydzień w wykresach

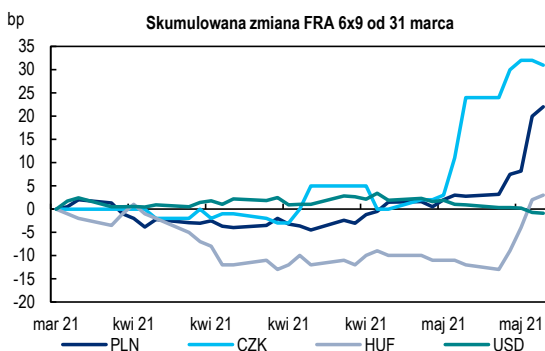
Wykres 4. Oczekiwane przyspieszenie płac i zatrudnienia



- W kierunku wyższej inflacji może oddziaływać sytuacja na rynku pracy.
- Oczekujemy dalszego przyspieszenia płac w kwietniu do 9,5%, głównie za sprawą efektu bazy, ale także w związku z utrzymaniem popytu na pracę przy niedoborach pracowników w związku z pandemią. Taki obraz rynku pracy w sektorze przemysłowym pokazują m.in. dane PMI. Spodziewamy się także odreagowania zatrudnienia do +1% r/r z -1,7% r/r. Mimo restrykcji ich wpływ na gospodarkę i rynek pracy był znacznie mniejszy niż w przypadku pierwszego lockdownu w kwietniu 2020 r.
- O poprawiającej się sytuacji na rynku pracy świadczą dane o liczbie cudzoziemców zarejestrowanych w ZUS, która osiągnęła w kwietniu rekordowy poziom ok. 780 tys., co oznacza wzrost o 110 tys. wobec lutego 2020 r. i 14 tys. powyżej poziomu z marca.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

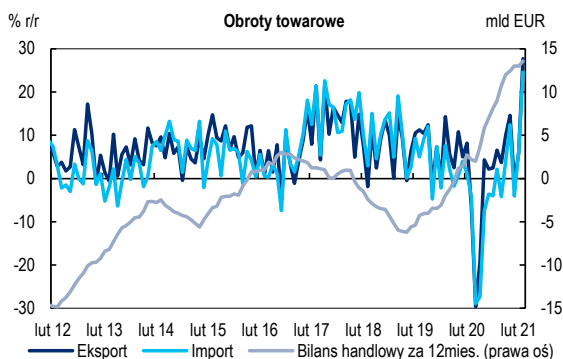
Wykres 5. Inflacja zaskakuje w górę nie tylko w Polsce



- Inflacja w USA za kwiecień wyniosła 0,8% m/m przyspieszając w ujęciu rocznym do 4,2% i wyraźnie przekraczając oczekiwania. Znacznie wyższa od prognoz okazała się również inflacja PPI (6,2% r/r). Wyższe niż oczekiwano odczyty inflacyjne odnotowano też w regionie, w Czechach CPI (3,1%) i na Węgrzech (5,2%).
- Sądzymy, że Fed będzie patrzył na podwyższoną inflację jako efekt czynników przejściowych, a dane z kolejnych miesięcy będą istotne by ocenić trwałość „przejściowych” trendów cenowych. Oczekujemy zmniejszenia skali skupu aktywów pod koniec roku i pierwszych podwyżek pod koniec 2022 r.
- Wyższa inflacja w regionie może za to przyspieszyć podwyżki stóp. Czeski bank centralny może podwyższyć stopy dwukrotnie w tym roku i w przyszłym, a pierwszy ruch mógłby nastąpić w sierpniu. Z kolei węgierski bank centralny może pokusić się o pierwszą podwyżkę stóp już w czerwcu przy zachowaniu mniejszych kroków o 15 pb.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 6. Oczekiwany stopniowy spadek nadwyżki w obrotach bieżących



- Nadwyżka w obrotach bieżących obniżyła się w marcu do 938 mln € z ok. 1,6 mld €, co było poniżej konsensusu rynkowego na poziomie ok. 1,5 mld EUR. Spadek nadwyżki wynikał głównie z mniejszej nadwyżki w handlu towarami w związku ze znacznym ożywieniem importu. Zarówno dynamika eksportu jak i importu były wyższe od oczekiwań i wyniosły ok. 25-28% r/r, co potwierdza silne ożywienie w międzynarodowej wymianie towarowej. Do wyższego importu przyczyniły się m.in. wyższe ceny paliw, ale także wysoka importochłonność eksportu. Skumulowana za 12-miesięcy nadwyżkach w obrotach bieżących wyniosła rekordowo wysokie ok. 3,8% PKB.
- W kolejnych miesiącach spodziewamy się stopniowego spadku nadwyżki wraz z ożywieniem popytu, dalszym wzrostem cen ropy oraz wzrostem reinwestowanych zysków bezpośrednich inwestorów zagranicznych.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
17 maj PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	IV	3,7	3,8	3,9
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	V	--	22,6	26,3
18 maj WTOREK							
11:00	EUR	PKB - wstępny	% r/r	Q1	-1,8	-1,8	-1,8
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	tys.	IV	1707	1720	1739
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	IV	1804	1773	1759
19 maj ŚRODA							
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	IV	1,6	1,7	1,6
20:00	USA	Minutes Fed					
20 maj CZWARTEK							
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	IV	1,0	1,1	-1,3
10:00	PL	Płace	% r/r	IV	9,5	10,3	8
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	440	450	473
14:30	USA	Kontynuujący pobieranie zasiłku	tys.	tyg.	3580	3640	3655
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	V	--	40	50,2
16:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający	%	IV	--	1,3	1,3
21 maj PIĄTEK							
10:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	IV	-6,0	-8,0	-10,8
10:00	EUR	PMI dla usług - wstępny	pkt	V	51,0	52	50,5
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - wstępny	pkt	V	62,3	62,4	63,3
10:00	PL	PPI	% r/r	IV	--	4,9	3,9
15:45	USA	PMI dla przemysłu - wstępny	pkt	V	--	60,4	60,5
15:45	USA	PMI dla usług - wstępny	pkt	V	--	64,6	64,7
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	tys.	IV	6,1	6,07	6,01
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów	pkt	V	-6,0	-6,8	-8,1

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	596	595	650	713
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.288	2.317	2.462	2.691
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.503	15.537	16.990	18.665
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,2	6,3	5,8
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,5	-2,7	4,2	5,3
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-8,4	-0,5	10,9
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,4	-1,6	5,5	5,4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	5,8	6,3
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,1	-0,5	11,0	9,6
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,3	-2,6	13,8	11,3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	5,2	3,3
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	4,3	3,7
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,7	4,9	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	5,3	5,0	6,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10	0,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	0,21	1,04
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	1,80	2,05
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,80	3,77	3,86	3,81
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,84	3,83
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,48	4,38
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,54	4,43
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,9	21,0	16,5	6,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	3,5	2,5	0,9
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,3	13,1	10,6	7,6
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	260,7	259,0	286,1	322,6
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,4	246,0	275,5	315,0
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,5	26,7	30,0	33,0
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,9	-17,7	-22,2	-30,8
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	134,5	149,5	161,5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-5,4	-2,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,7	-5,4	-4,0	-1,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,3	48,1	47,7	45,9

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, nie stanowi „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną” ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla Klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.